



TITLE:

株式取引所の機能的本質

AUTHOR(S):

今西, 庄次郎

CITATION:

今西, 庄次郎. 株式取引所の機能的本質. 経済論叢 1933, 36(4): 707-730

ISSUE DATE:

1933-04-01

URL:

<https://doi.org/10.14989/130301>

RIGHT:

京都市大學經濟學會 經濟叢論

第四號

第三十六卷

昭和八年四月一日發行

論叢

爲替心理說評價……………文學博士 米田庄太郎

マルクスに於ける平均利潤率……………文學博士 高田保馬

ヘーゲル史觀の實踐的構造……………經濟學博士 石川興二

時論

郵便料の引上……………法學博士 神戸正雄

研究

貨幣流通論……………經濟學士 柴田敬

貨幣と物價との相關々係に就て……………經濟學士 中谷實

株式取引所の機能的本質……………經濟學士 今西庄次郎

說苑

農產物生産費計算に於ける自家勞働の評價……………經濟學士 八木芳之助

漁業組合に於ける出資制度……………經濟學士 蜷川虎三

附錄

新着外國經濟雜誌主要論題

（禁轉載）

株式取引所の機能的本質

今 西 庄 次 郎

株式取引所の機能的本質

株式取引所に於ける取引物件は株式のみに限らないが、茲に取扱ふは、株式のみを對象とする純粹の意味に於ける株式取引所である。斯かる取引所の如何なる存在であるかに就いては、從來も説かれたものは少くないが、概してその深さ、特に體系なる點に欠けてゐるやうに思はれる。云ふ迄もなく學問は或事象に關する知識の單なる集列ではなく組織的な體系でなければならぬ。是れ小文が彼の存在の、特に機能的部分につき、その組織的な解剖をなさんとせる所以である。

序 論

吾々の個人主義經濟社會が進むにつれ、其企業組織も次第に社團的となり、規模の大なる株式會社の發達を來した。而して云ふ迄もなく株式會社の特徴は其資本の證券化して株式となれる所にあり、資本の大となるにつれ自らその株式の存在量を多く、その分布を廣くするに至るわけであるが、それら會社の勃興は茲に株式界なる世界を形成したのである。それは證券の方法にて別に會社が資本を借入れたるによる社債券、並びに國家公共團體の公債券等と共に所謂證券界を成せるのであるが、其點は兎も角、株式取引所はこの株式界に存在せるものである。そこに於ては株式の取引が行はるのであるが、彼の存立はつまり株式界がその必要とする所を滿たさしむる

機關として生めるものに外ならない。

されど株式取引所を生存せるものは單に上に止らず、併せて社會の投機的要求がある。株式を所有せるものは凡て投機的資金にして、株式界は本來投機の基礎の上に立つと見る者もあるが、茲に云ふは前者に對せば側より來りて混行する投機、即ち當該物件の價格變動を手段とし、その強弱の豫測をなせる需給が取引して差金の授受をなすを指すのである。概括的に云つて之等の投機的需給の參加することは、上の必要を助くるものであるが、其點よりは、それらの要件の爲に適當に行はるるやう求めらるるものとする。併しそこに集まる投機的需給としては唯其思惑のみを念とし、眞直に機能の爲に動くものとは限らず、寧ろ投機自主的たらんとするのである。之を沿革的にみて、往時の、株式界の必要の未だかりし時分にも取引所なるものが存生し、よく發展し來りたるは、一には其投機的要求によると云はるるものがあるのである。

上の如く株式取引所を生めるものは株式界の必要と投機的要求にして、彼はそれらの要求を満たす機關である。處で株式界は所謂擬制資本の世界なりとして、その株式は當該企業組織の顯現したるものに外ならず、背後には實體たる株式會社、其經營活動が存在する。而して株式取引所はこの實體とも關係を持ち、即ちそれらの爲に盡す所があるのである。それは上の、株式界の要件を満たす事が、株式なるものは株式會社の存在を達する資本上の方便であるといふ所より、自らその會社の發達を助くることになるといふ外、活動的にも株式會社に關する吾々の經濟社會

1) ヒルファディング「金融資本論」林要氏譯一八〇頁以下

の所望を満たすのである。兎に角、株式取引所の經濟界の要求を満たせるは、單にその株式界に對するのみに止らない事を知らねばならない。

要之、取引所は機能的存在たり又投機的存在にして、投機の見地を離れての彼の完き説明は困難である。されど取引所の正當なる認識は先づ其機能的存在に就いてなさるべきものとする。蓋しその投機的存在たる事が縦合社會上必生的なりとするも、それは進みゆく社會良心の政策的態度によりて抑へられざるを得ず、彼の社會的存在性は機能的存在に於て固き基礎を持つからにして、かの取引所は發生物なりといふ語も茲に強く云ひ得るのである。本題に機能的本質といふは即ち其方面に於ける株式取引所の存在性を闡明せんとするにある。

—

既に知れる如く、株式なるものは株式會社の構成即ち企業資本の證券化の所産であるが、斯かる株式會社を生めるものは主として事業の大規模經營といふ經濟社會の要求にして、つまり證券制度といふ事が其要求を満たすものであらねばならない。一般に證券制度の特質は所謂資本の動化²⁾をなせるにありて、當該資本が一定の用途に充當、固定せられてゐるに對し、出資者をして望に應じ其出資分を回収し貨幣化し得るやうにせられたるものである。即ちそれによりて人々の出資がし易くなり、やがて社會各方面より多くの資本を集め得る事となるのである。併しあたかも其證券制度の結果としてそこには當該證券の流通といふ事象を齎さざるを得ず、吾々の株式界に

2) 動員とも云ふ „Mobilisierung”

も其取引流通を存在するに至るものにして、それは——株式界の一内容といへる——かの各個の商品の流通に準へられるのである。

素より株式界は商品界とは趣の同じからざるものがありて、其取引流通の模様にも異なる所が少くない。商品の取引流通は根本的には財貨の配給にして——分業社會には必生の事である——消費を目的とせる需要に向つて社會提供的に生産せる供給が進むものにして、その適合の各個自由に任されてゐるために媒介をなす供給が間をつなぐのである。唯個人主義社會に於ては其營利的なる機構が夫等の需給に結びつき、特に之を提供側より見れば其財貨は一般に利益の爲に生産し、媒介する商品即ち營利實行の姿をとれる資本となるのであり、彼等の營利的考慮は時間的にも互り、積極的に時の相違による價格の變動を利せんとする投機も派生するに至るのである。

斯の如き商品の流れに對すれば株式は資本そのものであり、其取引流通は純粹に營利に基いて行はれる。彼の如く消費物でないといふ點に於て其流れは必然性を持たないものである。凡て株式に對しては一定の期間毎に、生じたる企業利潤の配當が行はれるものであるが、彼の價位は其配當力³⁾を中心とし時の利子歩合⁴⁾によりて資本化したる大いさに與へられんとし、順時變動するものとなる。斯くて株式の保有をなさんとする需要には、成る可く確實に穩當なる利殖を計らんとして配當を主眼とする所謂投資的なものと、多くの利益を収むるを専らとし反面に負ふべきものとなる、その不確實、反對にゆく場合の危険の下に、價格の騰貴を第一とする所謂投機的なる

3) 單なる配當ではない、其意味は後に述ぶる所がある。
4) 一般の金利の中、株式に對して與へらるゝ率。

ものとが存在する。處で茲に投機性は株式に内在する本質にして、夫を保有するものは凡て投機的と見、又彼等のそれに嚮ひ應ずる所に社會の資本が集められ、株式會社の存生維持が可能となるとなす者がある。なる程株價の基礎たる企業業績や金融狀態に變化のある以上、其騰落の波動のやみ難いものはあるが、然も、それに對し經濟的知識を要するとして、株式に所謂投資的なる保有が存立し得ないとなす事は出来ないのである。尙ほ之に就いては、會社業績の動搖なるものが又其企業經營の如何にも依存し、換言すれば株式の保有投資の堅實なる事が反對に其經營延いて配當力の動搖を少くするもののあることを知らねばならない。勿論從來の、會社勃興期に當り其業績の動搖が大に、出資經營觀念に堅實なる風の進まざりし事は認めねばならず、株式價格に騰落のある以上、株式會社の存在特に創立の初めに其危險を敢てするものを必要とすると見る事も承認すべきであるが、その會社が常に投機的保有をなさんとするものによりて出來上るとなす事は過ぎてゐる。蓋し經濟社會の進むにつれ、右の堅實なる其投資的のものも保有をなさんとするのみならず、一面株價騰貴の妙味が少くなるとするも、却てその騰落性に躊躇せし資本の多く其會社に赴くを見出し得るに至るからである。以上述べ來た所は即ち需要にして、取引流通といふからにはそれが供給に結びついて現れるものなる事は勿論であるが、此點に於て資本證券たる株式又は商品の消費せらるる財貨として新陳更進しゆくものとは異り同一物が循環するのであり其供給は創立の後には先に株式を所有せる者が手放さんとする所に生ずるものである、而して一定

の時に夫を購入せんとするものあるに對し一方に手放し供給せんとする消極的なるものの存するは、主としてその樂悲考ふる所を異にせるが爲に外ならない。即ち投資的の所有にありては採算の基礎たる配當力の惡化に直接去らんとし、株價の下落を豫見し夫を避けんとするものもあるが——損害を軽くするに止まる場合と利益を收むる事になる場合とがあらう——投機的所有に於て後者は著しく、特にその利益の生じてゐる時にはそれは彼等の保有目的を實現する途でもあり、其他投資、投機を通じ資金の入用の爲に換金せんとするものがある。上の本來の需要と供給の間に其結合を進める商業者の需給の介する事は商品の場合と異なる所はないが、それらは彼に比べて薄いやうである。尙ほ之等の實物に關する需給の他に清算決済のものが次第に行はれ、單に一部の資力を以て値上りを見込して買約すると共に、値下りを見込してまづ賣約せんとするものも存するが、夫等は上記實物の流れそのものをなすのではなく、又最も大切な夫等の實の流れに混する關係に就いては正に後に取扱ふ所である。

要之、株式流通は投機的目的と投資的目的が原動力となりて生ずるものである。實際には中間的なものも存する事であらうが、夫等は上の二者の複合せるものであり強ひては何れかに屬せしめ得る筈である。しかしその優勢なるは勿論投機的需給であり、特に或種の株式には夫が多くはびこつて所謂投機株なるものを存在せしめてゐる位である。そして斯の投機的需給は、商品の場合の、根本に消費財として營利といふも投機的需給を本來の需給となし得ないものに比ぶれば、

5) 金融業者が擔保流れとして所有してゐるといふ特殊なものもあるが、矢張り之等は投機的所有に近いものとなることが出来る。

夫は純資本物として營利方法の如何は云々せらるべき筋合に非ずともせられ、その本來的需給と認むるを否むべからざるものがあらう。然も株式の流れは凡て投機的だとなす所見の勝手なると共に、株式界がそのやうな状態にあるを當然よしとなすが如き態度も改めねばならないものとする。株式會社なるものが、單に株式が所有せられ資本を集め得れば足り他を問はないといふならば右にてもよしとせんも、吾々の經濟社會は株式會社の事業經營が穩健に行はるるを最も要モトむるのである。而してその爲には經營に投資的な保有——眞に株主となるものとも云へやう——の進んで行はるるに至るが望ましいのであり、其投機的な影響の隨伴を已むを得ないものとするも夫を自ら目標とする投機的保有は決して適應したるものではないのである。

上の點は兎も角、株式にして前記の如き需要、供給の結びつく所に流通するとせば、當該會社株式の數量、分布並びに業績の變動性の多寡によるそれら需給の相違は夫々の流れに大小を存せしむる事とならざるを得ないが、又景況によるそれら需給の消長は一般的に其流通を盛衰せしむるものとなるのである。商品の流れも景氣によりて消長するものがあるが、その本流たる需給は必須的な代りに大體に於て確定的なる性質を有つものであり、株式の消長性に如くものではない。之を大ざつぱに云へば、まづ財界の不況時に於て、特にその急激なる機には投資、投機保有者の賣物多く、一方未だ其程度に對する見解の相違によるそれらの需要も少からず流通旺ならんとするが、その慢性的なるものとなれば投資、投機者の賣物の尙ほざりざりと續くに對し、需要は前途

6) 勿論商品の性質、所謂彈力性の大小等によりて一樣ではない。

の見透と資金の關係上容易に伴はずして流通は細らんとする。やがて沈靜期に於ては投機は一層其活動の力と餘地を狭め、投資的なものも一面その基礎は安定し需給はぼつぼつ存するが如くであるが、彼等は相當持ち續けるものなるが故に需給は多からずして流通閑散である。景況の良好に向ふに於て投資、投機の需要は共に勃興し、一方供給も投機其他價格的な保有者の中より増加し流通旺ならんとするが、好況の盛時に至れば投機的なる需給は愈々激しく流通殷盛を來す事となるのである。

二

前段によりて株式流通の存在、その意味あひを要述した。然らばそれらの流通は如何なる風に行はるるであらうか。

嘗ても述べたる所であるが、商品にありては其取引流通を成す移轉の方面と價格の方面の中、移轉といふ事が無視出来ない状態を作すものである。蓋しそれは彼が消費物として人間生活に必須であると共に、其移轉の技術が骨の折れる仕事でもあるからである。實際商品にありて其需給從て流通の社會上必然的に存在するは、消費物の配給として移轉が必須であるからと云へる。唯吾々の營利經濟社會に於ては其流れは各需給に結付ける營利關係によりて支配せらるる事となり、即ちそこには價格上の要求を生じ夫によりて規定せらるると共に、既述投機の如き純價格關係の需給が派生するのである。然るに株式にありては移轉に關する右の如き事情はなく、勿論取

7) 拙稿「米穀取引所の統一」經濟論叢第三〇卷五號八四頁、及び拙稿「米の銘柄別短期清算取引を評す」同上第三二卷二號九七頁以下

引流通といふからには人格的に當該物件の移轉が行はねばならないとして、其移轉的要求は大したものとはならないのである。だが其取引流通の全く營利本位である事は甚だ價格的となり、寧ろ價格の基礎の上に立つと云つてもよい位である。その投機が商品の場合の如く派生的なるものではなく主流をなす事は前に述べたが、夫等が直接に價格を問題とせるものなる事は明なりとして、投資的なものも其問題とする利廻探算は配當力と金利關係を通じて價格の如何を見るものに外ならない。資金の入用の爲に賣却するといふもその價格の投資、投機の保有を許さずと考ふるに於て行はるるが通常である。つまり株式の需要、供給は一定の價格狀態に對し各自己の強弱觀と資力に順ひて起れるものにして、從て滿たさるる價格の如何によりては夫等の需給はやむにも至る。そこには商品の場合の如き行はねばならぬといふ強制の存するものはない。尤も價格によりて需要、供給の動くといふ事は商品の場合にも行はるる所であるが、その需給の必須的に起り流通の必然的に存するものにて唯營利關係の爲價格が反響し其過不足の部分を補ひ流の大いさを調節するに止まるものに對すれば、斯の株式需給の價格に基く事は原則的、全部的である。要するに株式の取引流通は價格次第のものにしてそのよく行はるる爲に要めらるる所も主として價格的なものとなるのである。

先づそれに於ても相場を求める。上の如く其需給は商品の場合と異り、通常一定の價格狀態を前提とし、然も自らは寧ろ其價格狀態をその所にあらざるべしと考へて、換言すれば夫を利用せ

8) 賣らねばならぬ、買はねばならぬといふこと。

んとして發^{オウ}れるものである。併し乍ら夫々の需給の懷ける、之迄は買つてもよい或は賣つてもよいといふ範圍内に於ては、矢張り、成る可く有利に買ひ或は賣らんとせるものにして、結局取引は全體的に客觀化せる價格所謂相場に於て成立することとなる。その相場の正確に客觀化して益と妥當なるものを可とする事は素よりである。妥當なる價格こそ賣手買手の營利的要求を衷和したるものとして満足すべき所であり、又外部より見ても是なりと考へらるる所であらねばならぬ。而して斯の相場は又次の時點に於ける需給の指標として望まらるる所でもある。蓋し上記の如く一定の價格狀態を前提として起る需給としては、其對象とする價格のはつきりと正確なるを、その態度を決する上に信賴味を増さしむるものとして要求するのであるが、この事は結局先づ時點に於て客觀化せる價格の存在を要むるものとならざるを得ないからである。即ち前者に之を併すれば正確なる相場の定與といふ事が株式流通に如何に大切な要件なるかが知り得られる所にして、私がそれを株式流通の最高政策といふもの⁹⁾又實に茲にある。

次に株式需給は一定の價格狀態を眺めて發るといふに於て、前時點に存せざりし新しき大材料の現れざる限り夫等の懷ける需給價格は甚しく偏するものではなからう。けれども夫等の、商品のそれの如く行はねばならないといふ必須性の有たない事は、それらの需給が常に同じき位に現れて來るとは限らないのである。若し何等かの事情によりて激化特に惡化したる時には其不釣合は一層甚しくなる。勿論必須性のないと云ふ事は反面には彈力性が大なりとも云ふべく、價格に

9) 拙稿「株式定期取引の限月復舊に就いて」本誌第二七卷六號一二四頁

して構はざればよく相手方需給を誘發するでもあらうが、今或狀勢に於て妥當なる價格といふ精神の固持せらるる限り、夫等需給の結合は充分に行はれ得ないこととなるのである。要言すれば需給の結合即ち取引流通の進められんが爲には其空隙を充たすべき相手方需給の存在といふ事が商品よりも株式の場合に於て特に要求せらるることとなるのである。

以上は株式流通の特徴と要件であるが、其流通の形態、組織はそれによりて規定せられたものとならねばならぬ。凡て取引流通の行はるる所には其媒介的の業務を營む商業者が存在するものにして、證券も其例より漏れずとして、先に一言せし如く、商品の場合に比べ段階的に多くの商人を存せしむるに至らないのであるが、それは主として上記移轉の技術的仕事の大したものでないが爲であり、更に彼等の業務は其價格の動搖の大なるものがあるが爲概して委託賣買を行はんとする傾となる。其點は兎も角、夫等需給の圓滑なる出合をなさんとする事は主要なる都會地に漸次其市場的組織を生成し、夫は各種の株式を集合せる市場なるは勿論として、經濟界の發達に伴ふ株式數量延いて其取引の増勢により益々旺ならんとする。而して其取引流通の價格的にして上來の如き要求を持てる事は夫等の市場を殆どその價格的な機能を營む性質のものたらしむる事は想像に難くないが、更に其市場活動即ち取引もやがて價格的即ち清算による差金決濟の行はるるを本位とするものとなるのである。蓋しその市場の機能とする所をよく満たさんには、資力のなき純投機的需給の混行を可とするからである。

茲に吾々は暫く押へてゐた株式投機に關する資力なき需給を登場せしめねばならない。凡て價格の變動的なる物件に就いては次第に投機が行はれ、それも當初の實物を本位とするものよりやがて一部の資力を以て速に擲はんとする純粹なるものに進化するのであるが、株式にもその事は行はれ否な彼の性質上¹⁰⁾夫は最も盛に行はれる。前段に述べたる投機的需給といふのは其資力のあるものに止まり、そこには更に資力のない純粹なる形のもが多く存在し、勿論兩者は之を種別はなし得るが、順次に劃線を引難い姿にある。而して夫等の純投機需給は株式の各種の實需給の間に或はそれと並んで行はれ、上記の株式市場の存生は又この點よりも説明し得るのであるが、今機能的見地に於てはそれは株式流通の價格的要求に役立つが爲に外ならないものとなる。然らばそれら需給の混行は如何様に役立つのであらうか。之に就いては別の機會に述べたる事もある¹¹⁾が、少しく要述せんに、

先づ正確なる相場の定與に貢獻する。之は大體二の方面より見られ、即ち質的には實需給の上に多くの需給の融加しその判斷の加るに於てその大いさをより正當に向はしむることとなり、量的には其商内高の増加によりて一層その指導的力を具へしむるのである。次には需給の結合を助ける。實需給のみの場合に見る、出合圓滑ならず強いて相手方を求むれば其價格の不利を忍ばざるを得ないが如き事を少からしめ、上記價格の正當さを維持しつつ其流通取引を捗らすのである。或は實需給の間に資力なき從て自ら受渡をなさざる需給の混行が取引を助けるといふ事に疑問を

10) 例へば變動性の大ききこと、他の商品の如く専門的な知識の要せないこと、腐敗、保存の心配なく手許に置いて却つて配當を得ること等。

11) 拙稿「清算市場取引の二形式に就いて」本誌第三三卷六號九二、九三頁

持つ者もあるかも知れないが、其機構の基礎とする所は簡單には、今A圖にて賣らんとする實給あれど偶々應ずる實需なき場合、投機需要が敢て夫に應じ、やがてそのB圓となるに至るや、それにて買はんとする實需が先の投機需要者の轉賣により目的を達すといふが如くにして、彼は價格上の間隙をつなぐによりて實の流を完成するのである。即ち直に受渡をなさんとする實需給の満たされ難い場合のある外は夫にて充分であるのみならず、其價格變動を避けんとし最も急に相手方の存在を欲する需給にありては、問題が價格にあるだけ必ずしも受渡を要求するものにも非ずして、特にその投資的保有者又取引商業者のその如きは所謂掛繋ぎ需給¹²⁾として、其儘多く支障を見ないのである。

以上により、株式の流通に關し資力のない投機的需給の行はるる、從て差金決済の認めらるる清算市場を存在せしむるに至る事を明にし得たであらう。更にその清算市場は、商品に於ける清算市場が實物取引市場の相當に進んだ後に現れ且つ多數の夫等の上に唯一に位せんとする關係に立つに比べ、其實物取引市場の成立と間もなく、然もやがて自ら流通過程の大部分を占め、後者を附隨せしむる關係に立つに至る事象も容易に理解し得らるべき筈である。而して吾々の社會に於ては、價格的な機能を營むといふ實質の外、清算の認めらるるといふ事を形式上の要件とし當該市場を一般に取引所と呼ぶことが行はれ、夫等は株式取引所として存することになるのである。

三

12) 少い。比べて商品に於ては商品形式を撰ぶより
13) 株式所有のものに掛繋ぎ受渡をし相手方需給の都合によりて即ち先物形式を撰ぶより

第一段の冒頭に云ひし如く株式なるものは企業資本證券化の所産にして、即ち其所有者が必要に應じ夫を資金に換へるべく他に賣却移轉し得るやうになれるものである。而して夫が移轉をなし得るやうにせられたる所以のものは、一般資本所有者の出資に適應せんがため、つまり彼等投資者が必要に應じての換金を欲せるが爲に外ならない。從て斯の要件に基かざるものは、形式を假るも、夫は株式會社とは稱するを得ないものにして、換言すれば株式は移轉するものといふ事が其立前となつてゐるのである。そして實際にもその現實化としての流通の行はるること前段に述べ來つたが如くである。けれども又株式、證券は他の商品の消費物として順次に新陳代謝しゆくのと異なるものにして、既述の投機的目的を以て買入れたるものも直に夫を賣却せんとするに至るものは少く、特にその投資的なる目的を加ふるものに従ひ、配當による利殖によらんとするが故に、寧ろ保有を續くるが其目的を達する爲の手段ともなるのである。要言すれば株式界には現に移轉界に置かれず、保有せられつつある状態が存在し、寧ろその方が廣きを占めてゐる位となる。

而して此保有状態といふもそれは常に所有者の許に止つてゐるとは限らないものにして、斯かる場合の外に他人の手に移さるる場合がある。後者は其貸與によりて利益を得んとする目的に出づるものもあらうが、主には金融をうくるの擔保となれるものである。一般の所有者としては、資金の必要の起るに於て、その賣り時に非すと考ふるならば、持株を擔保に供せんとするが通常

にして、特に投機的所有者の如き、目的が價格の騰貴にあり、金融によりて相當の利子負擔を蒙るも其所有の意義を失はすと云はるるのみならず、寧ろ其結果を純粹に得んとし、動もすれば資力を顧ずして買入るるの舉に出で金融の擔保とせらるる事が多いのである。而して斯の株式の擔保に供せらるる事は又證券の資金化の一方式とも見らるるのであるが、兎に角廣義の株式流通といふ中に入れる事も出來、前の賣買流通に對せしむるも夫は仲々に劣らざるものとなる。斯く保有狀態に二の場合があれ、何れにしても其處には又一定の要件の満たさるべく求めらるるものである。

先づ欲するは當該企業の業態、地位の正確なるものを知らん事である。而して企業の地位は自ら當該株式價格を規定するものとなるのであるが、上の企業地位を知らんとする事は宛もこの價格に現したるものを求むる場合がある。それは今、當該株式を賣却移轉せんが爲といふ事の關連を離れたる下に於ては、財産として評價せんがためである。此事はその手許に株式を保有する場合の外、特に擔保流通の際にその物件としての評價に要めらるるものである。

次に最も大切なるは其流通性に對する外的保證の與へられん事である。株式なるものは既記の如く企業資本動化の爲の具體物であるが、然もそのみにては未だ其要求が満たされたと云ふを得ないのである。何とならば縱令賣却移轉せられ易くつくられたりとも、肝心の買取らるべき相手方を求め得べしとは限らないからである。即ち株式の流通性が完からんには、夫の外にその

買取らるべき相手方の常に見出し得ると云ふ事が要件とせらるるわけである。株式が既に取引流通に移さんとする意思の下に置かれたるに於ては、それは前段の問題に屬し、今夫を保有せんとする所にこそ此流通保證の事が起るのであるが、それは又擔保流通¹⁴⁾に於て重視さるる條件でもある。

然らば之等の要求は如何にして満たされるであらうか。第一の點より云はば、その價格が正確なるを要するとして、所有者自らの評價なるものは、時には彼等として特別の價值の認むべき場合もあれ、——例へば當該株式會社の經營事業を支配し利便を收めつつある場合の如き——概して正當の度を過ぎて行はれんとし勝である。從てその評價は第三者の判定を可とする事になるが然も後者ならば常に可なりといふのではなく、夫も責任を持つものでなければ多く權威を持たない。然らばその責任を持てる評價をなすものはと云はば、結局當該株式の需給が夫に該當するものとなるわけである。供給者は彼の價格にては賣却せんとするのであり需要者は彼の價格にては買取らんとするものであり、即ち夫等の結合せる取引價格こそ彼等評價の衷和せる所として求むる正當なる價位と見らるるのである。次に流通性の保證に就いて云へば、その若し自ら賣買流通界に置かんとする於てには確に相手方を見出し得るであらうとの保證は、結局その現に置かれつつあるものが相手方を見出し進んでは夫と結合する即ち取引となれるの事實によりて與へられるのである。要之、前者にしても後者にしても、夫等の要求の満たされんが爲には當該株式の賣買

14) 金融に於ける擔保は必ずしも此の流通性の保證のみに關はるものではないがその大なるもの程喜ばるゝことは勿論である。

取引が行はねばならなくなるものにして、或はその保有の状態を前提とせる問題を取扱ひながら夫が取引流通によりて解決せらるると云へば可笑しいやうにも考へらるれど、株式なるものは代替物件にして夫々自らは動かすとするも自己と同じきものが多量に存在し動かんとするものもあるのである。而してその要求に於ける、より正當なる價格、より確實なる保證といふ希望は其賣買取引が大量、圓滑に行はるべく清算市場の存在にまで至らんとする。處で賣買取引の斯の如き状態は恰も價格のより妥當に、移轉結合のより圓滑なるを欲する流通の要求そのものよりも齎さるるに至る事前段の如く、從て今保有状態に於ける要求も前者をかればよい事となる。けれども前段に於ける流通は實の需給のあることに出發せる事象にして、若しそれら實の流の存在せざるに於ては必ずして清算市場の存在を要せずともなるのであるが、斯かる場合にありても保有状態に基ける要求は實需給以外の需給によりても行はるべく、清算市場は依然として存在せねばならないのであり、そこには保有状態に於ける要求としても又清算市場を存在せしむるに至るといふ事が瞭となるのである。學者の所謂持續的市場¹⁵⁾としての取引所は既述實の結合を助ける外、此保有状態に於ける要求を満たせる方面を指せるものとして、その正當なる使用に到達せるものと云はねばならぬ。

四

前段までにより株式界は其賣買及び保有特に擔保貸借のため、換言すれば資金との轉換を進め

15) Continuous market のこと。

る機關として常に取引所を存在せしむる事を知り得たであらう。勿論初めにも述べたるが如く彼は投機の機關でもあり、前者に於ける必要なる素材としてより、寧ろ自主的にその資力なき投機的需給をも行はしめんとして生成し存續せるものといふべき方面も強いのであるが、然もそれも投機が株式に就いて即ち株式界に入りて行はるるものとも云へるのである。要するに株式取引所は株式界の所産である。處で株式界なるものは株式從て株式會社の存在を前提とし夫と關聯せるものであり、茲に其機關としての取引所は自ら株式會社、廣く云つて株式會社經濟組織と密接な關聯を持つ存在たらざるを得なくなるのである。

今、株式會社によりて株式界が存在せるものなるに於て、其發達によりて取引所が盛大に赴くといふ事は當然の筋道である。併し乍ら茲に注意せなければならぬのは、株式界は株式會社の存在を前提とするといふも、然もその株式會社の存在は次に來るべき株式界の要求がよく満たさるるに非ざれば續々興り難い事である。抑々株式會社の現れたるものは屢々述べたるが如く主として事業の大規模經營の要求に應ずべくその多大の資本を廣く大衆より集めんとする所に基けるのであるが、その廣く大衆よりといふ事が特に意味を持つのである。或は其事は、資本家が大衆の細き貯蓄まで掻き集め自己に加へて運轉せしむるにより比較的安らかに一層其財産の増加、又資本としての偉力を發揮せしむるに至ると說かるる事實の否み得ないものもあるが、然も株式會社の事業の、大衆による共同經營といふ經濟理想に基く組織たるべきものにして、從來大衆特に

16) 一般に投機界といふも別にその純粹なる世界を成せるものではなく、何等かの物件界について、即ちその世界に侵入して行はるものである。

一般小株主の無力の爲に上の如き状態に傾きつつありしとは云へ、飽く迄後者の理想に向つて立たねばならないものである。斯くて夫に於てはその大なる資本を集むるため自ら出資者が多數となるといふ結果的たるに止らず、出來得る限り大衆を株主となす事を目的とせなければならぬものとなり、¹⁷⁾又社會味を帶べる會社にして實質的意味に於ける株式會社と云ひ得るのである。而して斯の如き株式會社にありては當然に其株式界は販に前段の如き要求は大となるものにして、小資本の會社や大資本にても株式の一定少數者に限られてゐるが如き會社にとりては其必要を見ずとして、そこには取引所は必須の機關となるのであるが、此場合取引所の既に存在しよく要求を満たせる事の認識が一般出資者特に所謂投資者をも進め會社を起さしむることとなるのである。かの株式の募集に際してなさるる清算市場への上場期待の聲明は、更に當該會社株式も確實に右の利便に浴するの近きを思はしめ、一層其應募を進めんとするものに外ならない。要之、取引所のこの、株式の資金との轉換を進め又延いて社會より資本の調達を助けて事業界に働かす企業に向はしむる働は、吾々の社會に於ける最も大なる金融上の作用として、近世に於ける株式會社企業の發展を助けたこと實に少からざるものがあるのである。

しかし取引所が株式會社經濟に對して盡くす所は、上の如くにして株式會社を興すのみに止らない。之に就いては先づ吾々は彼的主要活動たる株式相場を公定するといふ、其株式價格に就き考察しなければならぬ。凡そ株式價格の大いさは何によりて規定せらるるやと云へば、一般的

17) 資本の公開、或は事業の公開。

には先にも一言せしが如く其會社の配當力を時の利子歩合によりて資本化したるものが標準とせられる。即ち其價格に於ては金利が甚だ働くものにして、夫は直接に資本化の率を動かすのみならず更に會社借入金¹⁸の利子負擔等より其營業成績に關するといふ間接的影響をも持つ位であるが今夫等の直接なる利率の作用方面は抽象し度いのである。然る時は株式價格の大きさは結局配當力によりて規定せらるることとならねばならぬ。茲に配當力とは單に來るべき配當の形式的な大きさではなく、其全體の利益、將來性等との考慮に於ける配當を意味するものにして、結局其企業としての地位に當るものと云ひ得る。斯くて會社株式の價格に大小を持つものは其配當力從て企業地位即ち會社の良否を示すものでなければならぬ。而して更に進んで考ふれば、配當力なるものは大體當該企業の収益的經營力と當該事業界の景況とに規定せらるるものと見て太過ないものである。斯くて又同一會社に於ける株價の時による變動は其經營力の變化を離せば當該事業界の景況を物語るものとなるのである。以上は株價の大きさにして、その斯の如き意義を持つに於てはそれら相場を最も妥當なる所に公定する株式取引所は當該會社の地位即ち良否を示すと共に當該事業界の景況を反射する機關となるわけであるが、茲に又取引所は其作用を通じて世の株式會社經濟に對し盡す所少からざるものとなるのである。

五

に見るが如く會社の資金を以て法律の許さざる所をくぐり、然も利益となれる時は自己に、損失を生ぜる時は會社に歸するといふが如きものは決して正當なる行爲ではない。

は一般に困難とせられ、事業界惡化に際し不利なる地位に立たねばならないのである。夫は固定部分の多き大企業程其事を感ずるわけであるが、それらの企業は個人的な組織に限らず、株式會社組織にても大衆的に非ずして清算市場に商内されざるものは前者と撰ぶ所はないのである。けれども今當該事業界に規模の大なる株式會社の存立し其株式の取引所に賣買せらるるに至るあらば、茲に前記企業資本價值下落の危險も免るる途が開かるるにも至るのである。尤も夫には一面に繋ぎの技術が工夫せられて所謂間接繋ぎ²²⁾の行はるるに至れる事を前提とするが、要するに自己と關係ある事業會社の株式を清算市場に約定すれば、其相場之事業界の景況と高下する事並びに其相手方を常によく見出し得る事によりて危險の減免がなさるるのである。但し既述の如く株價は業界の景況を反影するとは云へ、夫は他の収益的經營力と合しての配當力によりて規定せらるるものなるが故に、當該會社に於ける其經營力の相違、變化に基く部分の爲に其繋ぎの不完全となる事あるは、一般の代替繋ぎ共通の弱點として避け得られない所であらう。けれども時として論ぜられる、清算市場に此種の繋ぎの行はるるに於ては當該株式相場を事業界の景況に相應する以上に低きに置くであらうとの見解は疑問である。是は株價の下落を嫌ふ株主等により、かの資力なき賣投機所謂空賣と共に非難せらるる所であるが、一時は兎も角、之等の賣はやがて買を必要とするものにして、そのみにて相場を徒らに實勢以下に押込む力を持つものではなく、特に繋ぎの如き、下落を欲するものに非ざるが故に其事は一層云ひ得る。

22) Indirect Hedging, 代替繋ぎとも云ふ。拙稿「掛繋ぎと取引所」經營と經濟第三卷六號二三頁